

## 機関投資家による議決権行使結果の個別開示と社外取締役の選任（補論）

### 補論 A1：経営トップの人選について

主分析のサンプルには、株主総会において提案される代表者たる取締役の人選が分析期間の途中で変化した企業が存在している。このとき、主分析の効果が、そうした人選の差異によって影響を受けているという懸念が存在する。こうした懸念に対処するため、本研究では分析期間（2015年～2018年）を通じて代表者の人選に変更のない企業のみを対象として主分析と同様の分析を行った。代表者の人選が分析期間を通じて一定であった企業に分析対象を絞ったうえでも、主分析の *did* の係数は H1・H2 と整合するものとなる（表 A1）。この結果から、代表者の人選の変更という事象は、本研究の主分析の結果を解釈する上で深刻な問題を生じるものではないと結論づける。

なお、社長級の肩書を持つ取締役が複数名存在する場合、実質的な経営トップが変わらない経営者交代（退任した社長がそのまま会長になる）のようなイベントによって分析結果が影響を受ける可能性や、代表者の選任議案の賛成率が機関投資家の反対姿勢を適切に反映していない可能性が懸念される。このとき、表 A1 の分析は前者の形式的な経営者交代による影響を除いた上でも主分析の結果が頑健であることを示す上で有用な証拠となる。後者の懸念については、H1 の検証に用いた「社外取締役 2 名」基準に抵触し続けた企業のうち、社長級が複数名いる企業 37 社の 2018 年時点での臨時報告書をすべて確認した。その結果、(1) 代表者の賛成率に顕著な傾向が見られるケース、(2) 代表者と他の社長級（会長など）に対する賛成率が同じように顕著な傾向を示すケース、(3) 全取締役が同じくらいの賛成率であるケース、に分類できることが確認された。いずれのケースにおいても、株主は有価証券報告書上の代表者を経営トップと見做して議決権行使を行っている と推察されるため、代表者を経営トップとして扱う本研究の想定は不自然でないものと結論づける。

表 A1 代表者の人選に変化があった企業をサンプルから除外した分析

ID_NUM の条件		(1) H1 と同じ	(2) H2 と同じ
VARIABLES	Sign	<i>against</i>	<i>ID_RTO</i>
<i>did</i>	+	<b>0.034***</b> <b>(5.040)</b>	<b>0.033***</b> <b>(3.620)</b>
<i>Constant</i>		-0.099 (-0.222)	0.007 (0.016)
<i>Firm</i>		<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year</i>		<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Controls</i>		<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
Observations (処置群)		216	784
Observations (対照群)		124	344
R-squared		0.352	0.217

カッコ内は t 値。\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスターリングを施している。

## 補論 A2 : PSM 後の 2 群のバランス

本論の表 7 の分析について、傾向スコアの算出に用いた共変量がマッチング後においてバランスされたか否かを確認する。表 A2 は、マッチング後における各変数の 2015 年時点（傾向スコアの算出に用いた決算年）における 2 群間の平均値を Welch の t 検定により比較したものである。いずれの共変量についても 2 群間で有意な差はなく、マッチングによって類似した企業特性を有する処置群と対照群がマッチングされていることが示唆される。

表 A2 マッチング後の処置群・対照群における各変数の平均値

	処置群	対照群	T - C	t 値
<i>inst</i>	0.022	0.027	-0.005	-0.830
<i>LnMV</i>	22.203	22.245	-0.043	-0.385
<i>nsg</i>	2.321	2.449	-0.128	-0.616
<i>lev</i>	0.483	0.491	-0.008	-0.261
<i>cash</i>	0.246	0.244	0.001	0.046
<i>HHI</i>	0.057	0.059	-0.002	-0.283
<i>RD</i>	0.008	0.008	0.000	0.107
<i>intang</i>	0.018	0.019	0.001	-0.133
<i>lnq</i>	-0.069	-0.099	0.029	0.321
<i>vol3</i>	2.776	2.645	0.131	0.631
<i>im_ROA</i>	-0.011	-0.013	0.002	0.210
<i>lnpyear</i>	1.909	1.835	0.075	0.453
<i>ceostk</i>	0.081	0.059	0.022	1.343